

2024年2月8日

## 宏观预期与供应扰动共振，期价重心料将上移

——沪铜2025年2月月度投资策略

东海策略

有色金属

## 分析师：

杜扬

从业资格证号：F03108550

投资咨询证号：Z0021501

电话：021-68757223

邮箱：duy@qh168.com.cn

## 投资要点：

- **宏观：**海外来看，关注美国的就业和通胀数据，以及特朗普政府可能推出的相关政策对市场带来的冲击；国内方面，重点留意3月“两会”召开可能形成的市场预期，以及国内对特朗普关税政策可能采取的反制措施。
- **供给：**由于炼厂产能增速高于铜精矿供应的增速，铜精矿供需矛盾已经逐渐凸显，导致加工费再度转为负数，并在较长时间内维持负数；与此同时，炼厂生产利润将受到较大挑战，其减产意愿或将明显增加，导致电解铜的供应存在一定的不确定性；电解铜进口保持稳定，但废铜进口或出现回落。供应端的扰动或在较长时间内成为铜价走势的主要驱动因素。
- **需求：**由于下游加工企业、终端消费在2月均处于年内的淡季，对电解铜的需求亦无明显拉动；重点观察2月中下旬下游企业的复产开工以及需求边际恢复情况。
- **库存：**虽然下游及终端企业在2月中旬的元宵节后将逐渐复工复产，但通常只带来累库速度的放缓，去库去化或在进入3月后方逐渐开始。
- **价格：**供应端的扰动对铜价具有明显的支撑作用，铜价整体易涨难跌；叠加国内市场对3月“两会”存在一定的政策预期，在前期特朗普关税政策影响相对较小的情况下，市场预期处于偏多状态，铜价或以上行为主。
- **风险因素：**国内政策预期修复，带动期价回落。

## 正文目录

1. 行情回顾 .....	4
2. 宏观 .....	4
3. 供应端 .....	5
3.1. 铜矿：加工费或较长时间维持负数 .....	5
3.2. 精炼铜：产量或有所恢复，进口量暂无明显增幅 .....	5
3.3. 供应小结 .....	7
4. 需求端 .....	7
4.1. 下游：淡季开工明显下滑 .....	7
4.2. 终端：白色家电排产同比上行 .....	9
4.3. 需求小结 .....	11
5. 库存：去化或发生在 3 月后 .....	11
6. 展望 .....	12

## 图表目录

图 1 沪铜价格走势 .....	4
图 2 伦铜价格走势 .....	4
图 3 铜现货升贴水 .....	4
图 4 沪铜月差结构 .....	4
图 5 全球铜矿产量 .....	5
图 6 中国铜矿砂及精矿进口量 .....	5
图 7 铜精矿现货粗炼费 .....	5
图 8 铜精矿港口库存 .....	5
图 9 全球精炼铜产量 .....	6
图 10 中国精炼铜产量 .....	6
图 11 精炼铜进口量 .....	6
图 12 精炼铜现货进口盈亏 .....	6
图 13 保税区库存 .....	7
图 14 废铜进口量 .....	7
图 15 废铜进口盈亏 .....	7
图 16 铜材产量 .....	8
图 17 铜材出口量 .....	8
图 18 精铜杆产量 .....	8
图 19 再生铜杆产量 .....	8
图 20 精废价差 .....	8
图 21 铜板带产量 .....	8
图 22 铜管产量 .....	9
图 23 铜棒产量 .....	9
图 24 电力设备产量 .....	9
图 25 电力工程投资完成额 .....	9
图 26 电网工程投资完成额 .....	10
图 27 发电新增设备容量 .....	10
图 28 地产竣工面积当月值 .....	10
图 29 30 城商品房销售套数 .....	10
图 30 汽车产量 .....	10
图 31 新能源汽车产量 .....	10
图 32 家用空调排产计划 .....	11
图 33 冰箱冷柜排产计划 .....	11
图 34 铜社会库存 .....	11
图 35 SHFE 仓单 .....	11
图 36 LME 库存 .....	12
图 37 COMEX 库存 .....	12

## 1. 行情回顾

截止1月末收盘，沪铜主力合约收盘价为75540元，月度涨幅为2.27%；伦铜3M合约的收盘价为9064美元，月度涨幅为3.22%。

1月，沪铜价格呈现出“先大幅上行，后震荡整理”的走势格局。第一阶段，1月2日至17日，美国12月的非农就业人数高于预期、失业率低于预期，劳动力市场表现强劲，同时，CPI数据符合预期，宏观情绪维持偏多；同时，由于2025年铜精矿长单加工费落地，H1和H2分别录得\$23.25和\$21.25，低于炼厂盈亏平衡的\$30分位线，炼厂生产亏损压力和停产动力扩大，铜价重心持续上行。第二阶段，1月20日至27日，随着特朗普的宣誓就职和潜在政策对预期的影响，铜价走势转为震荡整理，但受供应端扰动的影响，铜价回落幅度相对有限。

虽然铜价回落整理，但受年末淡季的影响，电解铜逐渐进入了假期累库阶段，现货升贴水出现小幅回落，沪铜近月结构也从小back和平水逐渐转为了contango结构。

图1 沪铜价格走势



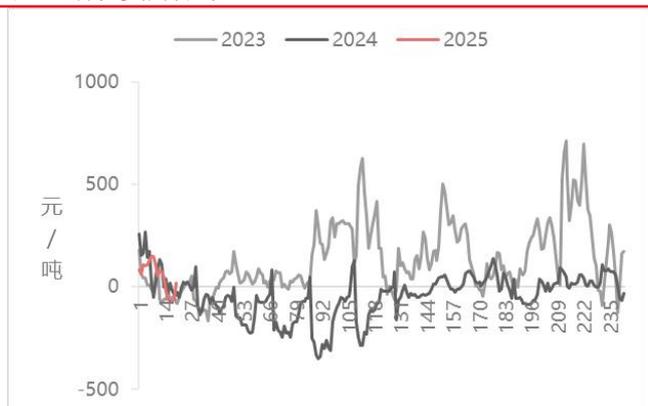
资料来源：iFind，东海期货研究所

图2 伦铜价格走势



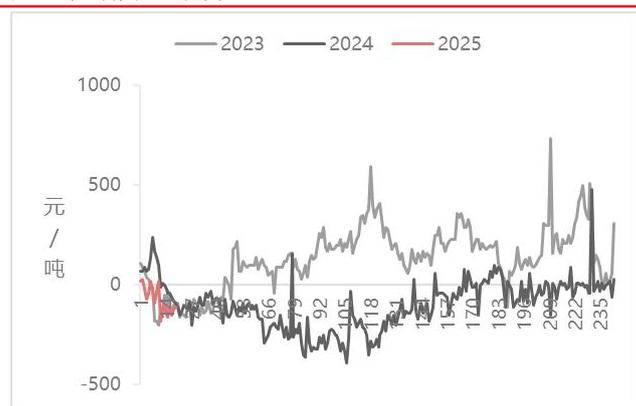
资料来源：iFind，东海期货研究所

图3 铜现货升贴水



资料来源：iFind，东海期货研究所

图4 沪铜月差结构



资料来源：iFind，东海期货研究所

## 2. 宏观

2月5日的美国1月ADP就业人数录得18.3万，高于预期的15万人，劳动力市场维持强劲，市场风险偏好有所上升。另外，需关注的宏观数据如下：7日的美国1月失业率和非农就业人口、12日的美国1月CPI、14日的美国1月零售销售月率、28日的美国1月核心PCE物价指数。

国内方面，由于美国的关税及其他政策的冲击尚待评估，3月“两会”召开在即，预计国内将处于政策空窗期，但需留意市场对3月会议可能形成的市场预期。

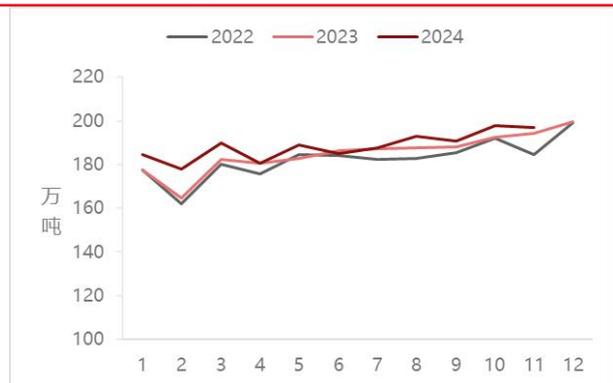
### 3. 供应端

#### 3.1. 铜矿：加工费或较长时间维持负数

11月，全球铜精矿产量录得196.7万吨，同比录得+1.24%，环比录得-0.51%；12月，铜精矿进口量录得252.17万吨，同比录得+1.72%，环比录得+12.35%；其中，来自于智利的进口量录得99.67万吨，来自秘鲁的进口量录得52.33万吨，进口量环比录得+30.01%、-8.63%，秘鲁出口量的下滑主要受Antamina矿的产量回落的影响。

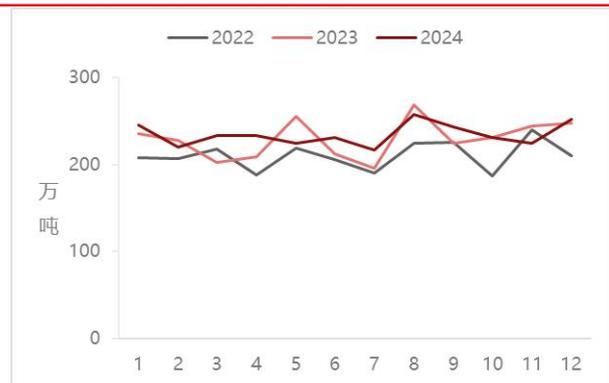
1月以来，铜精矿加工费呈现不断回落的走势，从1月3日的\$5.85/吨持续回落至24日的-\$2.2/吨，再度出现了负数加工费的情形；港口库存从78.7万吨去库7.7万吨至71万吨，去库走势明显。加工费再度转负，主要是由于炼厂为补充一季度铜精矿原料而出现的恶性价格竞争；由于产能扩张增速高于铜精矿新增供应增速，炼厂争抢原料的情况或延续较长时间，不断施压炼厂的生产利润，并增加其减产出现的概率。

图5 全球铜矿产量



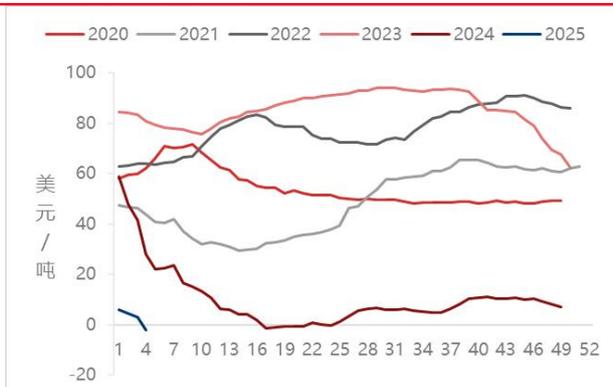
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图6 中国铜矿砂及精矿进口量



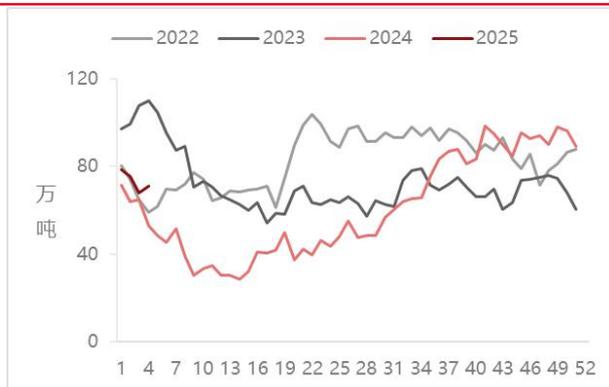
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图7 铜精矿现货粗炼费



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图8 铜精矿港口库存



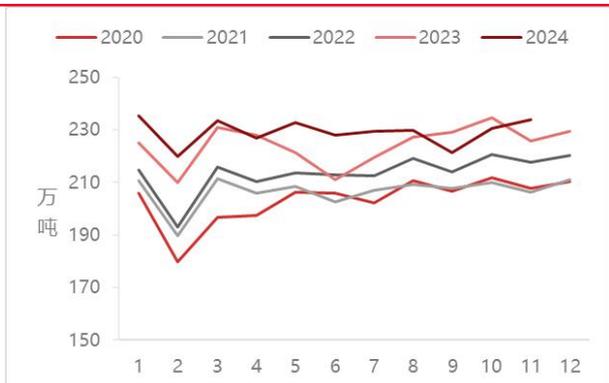
资料来源：iFinD，东海期货研究所

#### 3.2. 精炼铜：产量或有所恢复，进口量暂无明显增幅

2024年11月，全球精炼铜产量录得233.8万吨，同比录得+3.5%，环比录得

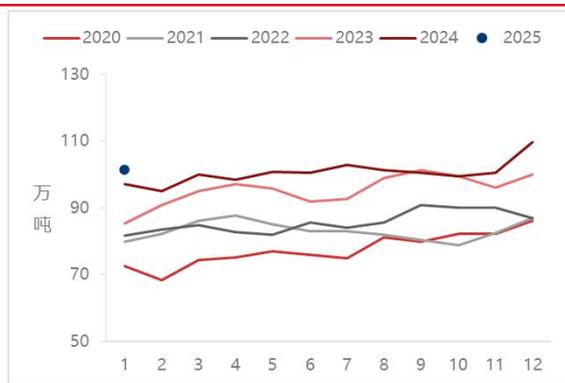
+1.39%；1月国内精炼铜产量录得101.38万吨，同比录得+4.54%，环比录得-7.46%。1月国内产量的环比回落，一方面受部分炼厂检修的影响，另一方面则主要受铜精矿、粗铜供应紧张的拖累。进入2月后，由于暂无炼厂检修，国内电解铜产量预计录得105.54万吨，环比1月有所回升。

图9 全球精炼铜产量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图10 中国精炼铜产量

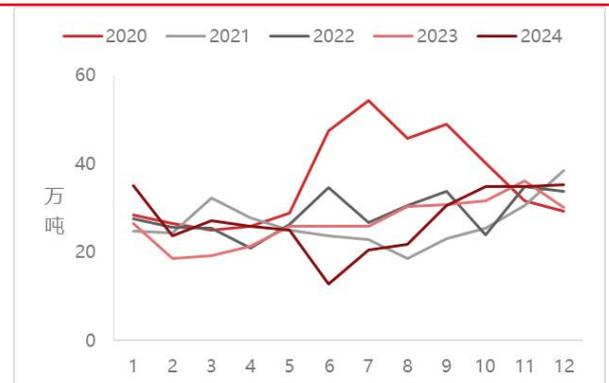


资料来源：iFinD，东海期货研究所

12月，国内精炼铜进口量录得37.04万吨，同比录得+18.88%，环比录得+2.93%——当月进口比价处于（-453.09，1308.04）元的区间内波动，仅有少数几天处于进口亏损的状态中。进入1月后，受国内淡季因素的影响，沪铜价格走势相对伦铜有所走弱，进口比价亏损天数明显增加，精炼铜现货进口盈亏在（-1.13%，1.53%）内波动，折合人民币波动范围处于（-862.76，1107.44）元/吨的区间内，保税区库存在（1.89，2.83）万吨的区间内窄幅变化。由于2月国内仍处于电解铜消费的淡季，进口盈利情况仍未出现大幅好转，总体进口量或难以出现大幅改善。

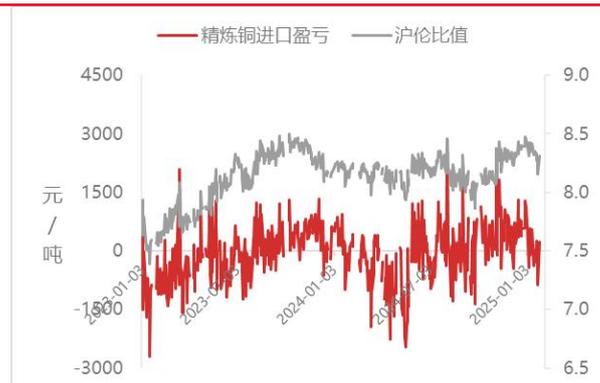
12月，废铜进口量录得21.7万吨，同比录得+8.77%，环比录得+25.35%，主要受当月进口盈利明显好转的影响，同时也受到部分贸易商为避免中国对美关税上的反制而集中进口的影响。进入1月后，废铜进口亏损再度扩大，处于（-3042.8，213.2）元/吨的区间内波动，预计废铜在1-2月的进口量将有所回落。

图11 精炼铜进口量



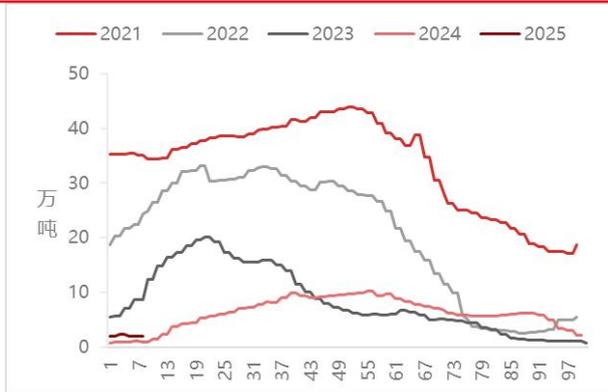
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图12 精炼铜现货进口盈亏



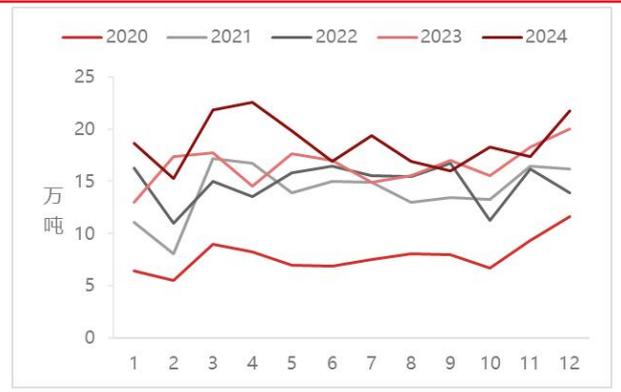
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 13 保税区库存



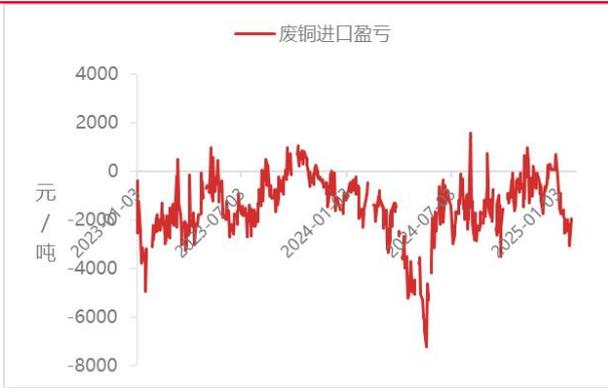
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 14 废铜进口量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 15 废铜进口盈亏



资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 3.3. 供应小结

总体来看，由于炼厂产能增速高于铜精矿供应的增速，铜精矿供需矛盾已经逐渐凸显，导致加工费再度转为负数，并在较长时间内维持负数；与此同时，炼厂生产利润将受到较大挑战，其减产意愿或将明显增加，导致电解铜的供应存在一定的不确定性；电解铜进口保持稳定，但废铜进口或出现回落。供应端的扰动或在较长时间内成为铜价走势的主要驱动因素。

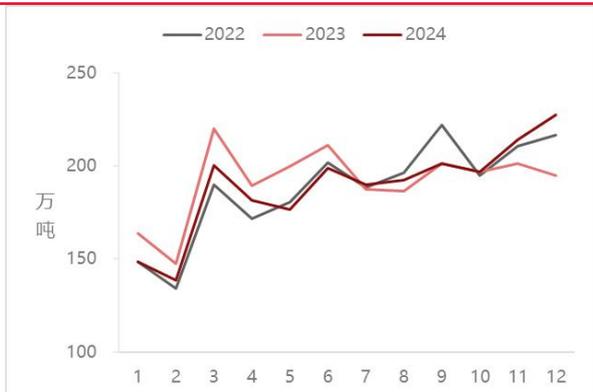
## 4. 需求端

### 4.1. 下游：淡季开工明显下滑

2024 年 12 月，国内铜材产量录得 227.3 万吨，同比录得+16.56%，环比录得+6.19%；出口量录得 7.89 万吨，同比录得+18.8%。细分到下游来看，12 月各主要下游铜加工业的产量与产能利用率如下：精铜杆产量录得 85.24 万吨，产能利用率录得 66.16%，环比录得-2.65%；再生铜杆产量录得 16.25 万吨，产能利用率录得 27.49%，环比录得+0.17%；铜板带产量录得 21.82 万吨，产能利用率录得 74.28%，环比录得+1.22%；铜管产量录得 18.69 万吨，产能利用率录得 80.58%，环比录得+2.47%；铜棒产量录得 11.23 万吨，产能利用率录得 57.18%，环比录得+1.12%。

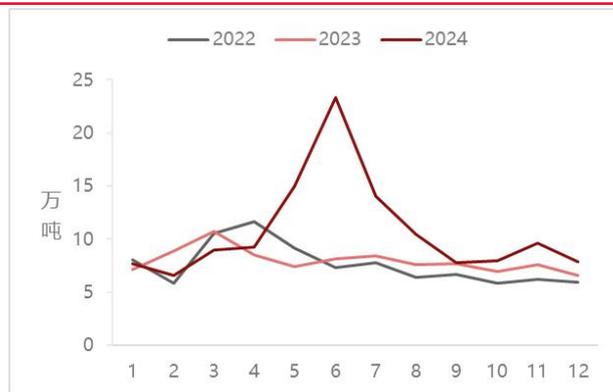
截止1月下旬，国内精铜杆且周度开工率下滑至 55.17%，铜线缆企业开工率下滑至 42.84%。下游加工企业在1月中旬逐渐停工放假，整体开工情况均出现了不同程度的回落，预计在2月中旬元宵节后方能逐渐恢复。

图 16 铜材产量



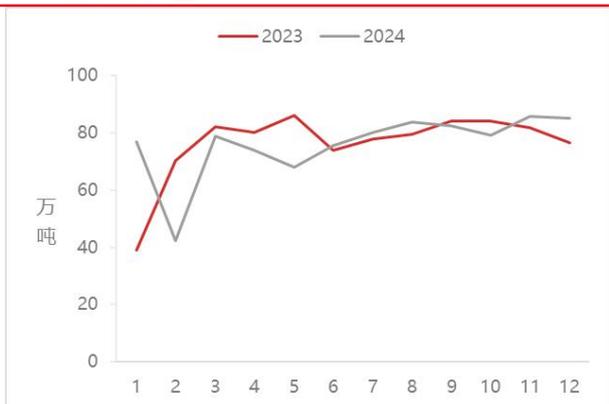
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 17 铜材出口量



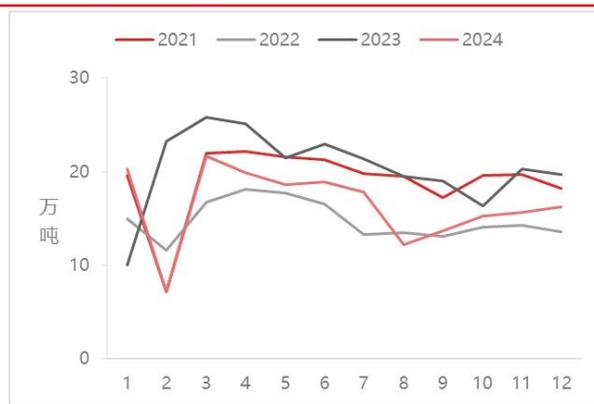
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 18 精铜杆产量



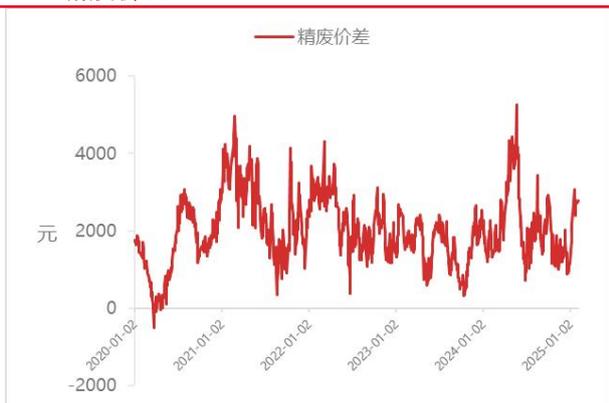
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 19 再生铜杆产量



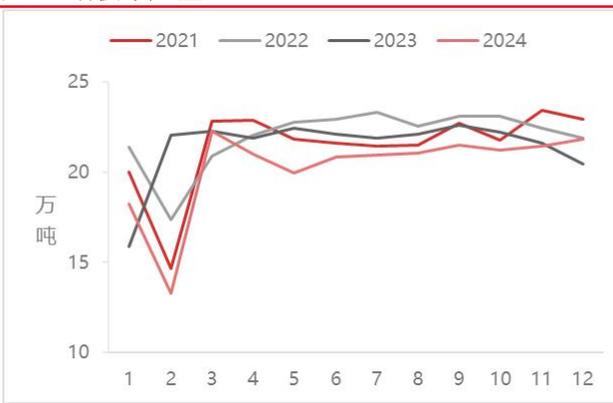
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 20 精废价差



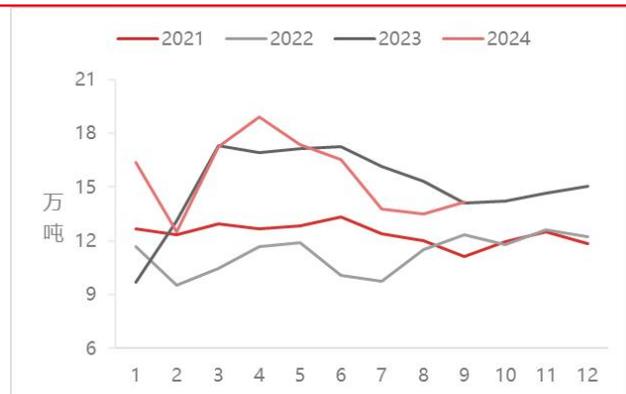
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 21 铜板带产量



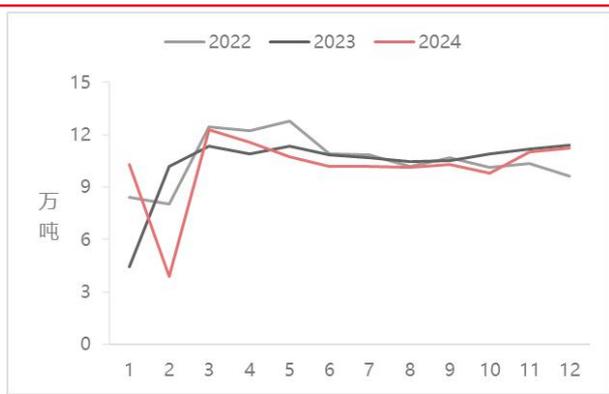
资料来源：iFind, 东海期货研究所

图 22 铜管产量



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 23 铜棒产量



资料来源: iFinD, 东海期货研究所

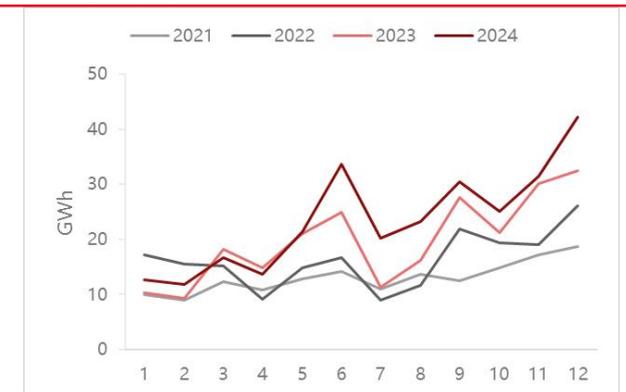
## 4.2. 终端：白色家电排产同比上行

从终端消费来看，主要包括电力电网、汽车、地产及其带动的家电消费。

电力方面，12月电力设备产量录得4225.9万千瓦，同比录得+30.03%，环比录得+34.28%；电力工程投资完成额当月值录得3815亿元，同比录得+37.28%，环比录得+67.91%；电网工程投资完成额当月值录得793亿元，同比录得-2.94%；发电新增设备容量当月值录得11657万千瓦，同比录得+35.59%，其中，太阳能新增设备容量录得7168万千瓦，同比录得+37.48%，风电当月新增设备容量录得2807万千瓦，同比录得-18.09%。

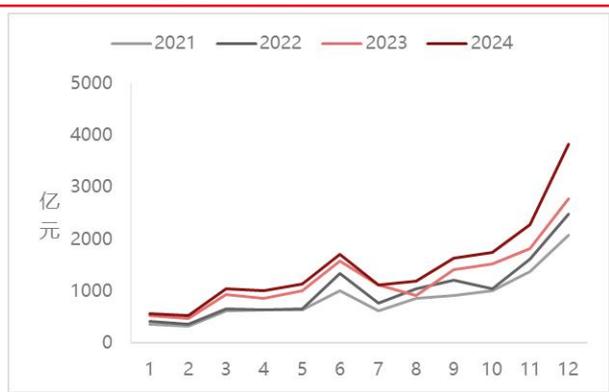
由于12月是电力电网工程投资、设备设施的赶工期，故环比大幅增加的消费符合市场预期。而在进入1-2月后，受到淡季、天气转冷、假期等因素的综合影响，电力设备、电力电网工程的投资亦处于年内低位。

图 24 电力设备产量



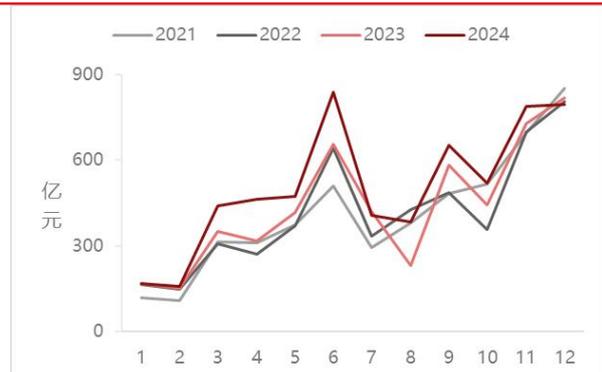
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 25 电力工程投资完成额



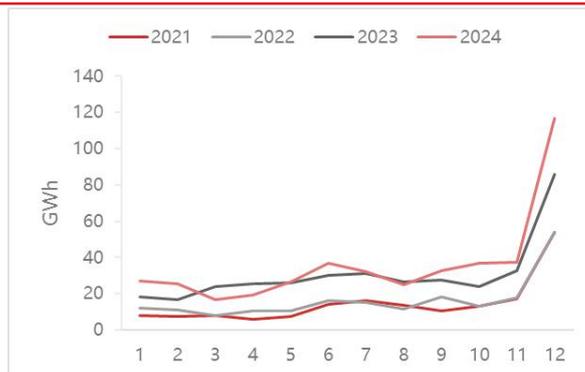
资料来源: iFinD, 东海期货研究所

图 26 电网工程投资完成额



资料来源：iFinD，东海期货研究所

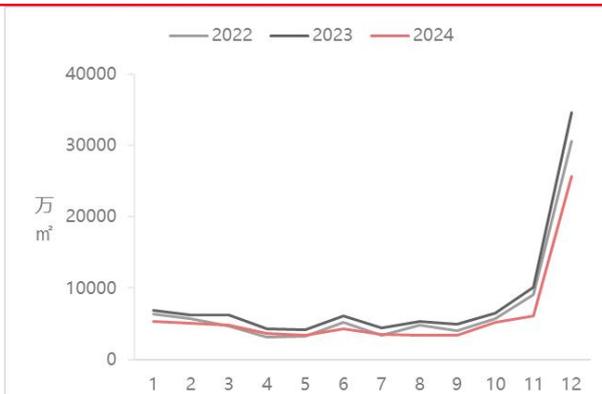
图 27 发电新增设备容量



资料来源：iFinD，东海期货研究所

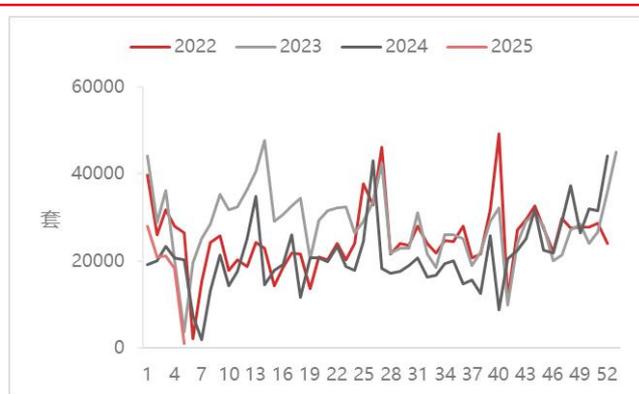
地产方面，12月国内地产竣工面积当月录得25591.5万m<sup>2</sup>，同比录得-26.02%，环比录得+315.68%；截止1月26日，30大中城市商品房当周成交套数录得18205套。

图 28 地产竣工面积当月值



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 29 30城商品房销售套数

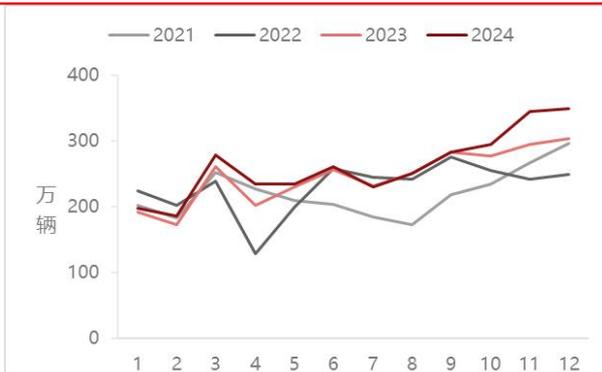


资料来源：iFinD，东海期货研究所

汽车方面，12月国内汽车产量录得349.86万辆，同比录得+15.2%；其中，新能源汽车产量录得164.7万辆，同比录得+43.2%。

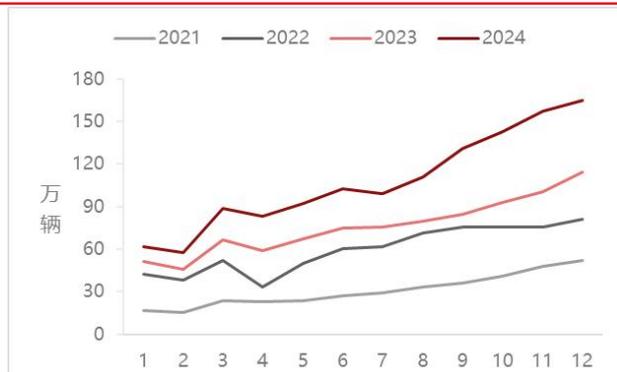
白色家电方面，12月空调产量录得2369.5万台，同比录得+10.06%，环比录得+20.41%；洗衣机产量录得1226.49万台，同比录得+32.82%，环比录得+10.23%；电冰箱产量899.09万台，同比录得+10.01%，环比录得+4.43%。排产方面，2月家用空调、冰箱冷柜、洗衣机的排产量分别录得1593万台、955万台、689万台，月度同比分别录得+30.68%、+25.82%、+15.74%。虽然在2月属于白色家电的排产淡季，但整体排产量同比增加，在促进消费品以旧换新政策仍然延续的情况下，家电消费仍然可期。

图 30 汽车产量



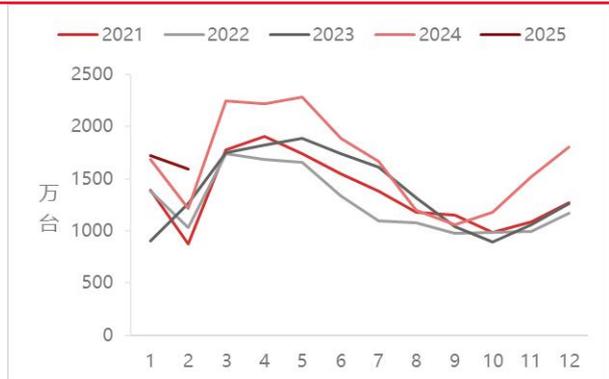
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 31 新能源汽车产量



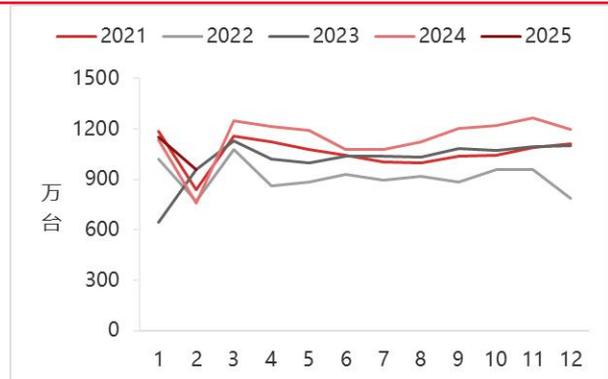
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 32 家用空调排产计划



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 33 冰箱冷柜排产计划



资料来源：iFinD，东海期货研究所

### 4.3. 需求小结

由于下游加工企业、终端消费在 2 月均处于年内的淡季，对电解铜的需求亦无明显拉动；重点观察 2 月中下旬下游企业的复产开工以及需求边际恢复情况。

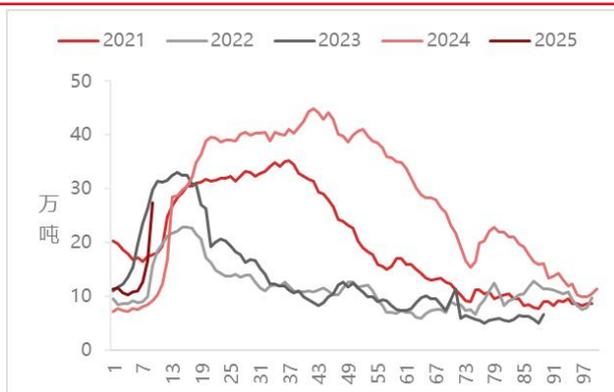
## 5. 库存：去化或发生在 3 月后

社会库存方面，2 月 6 日电解铜社会库存录得 27.31 万吨，较 1 月 2 日的 11.43 万吨大幅累库 15.88 万吨；上期所仓单从 1 月 2 日的 1.9 万吨累库 2.7 万吨至 2 月 6 日的 4.6 万吨。

1 月以来，LME 库存持续回落，从 2 日的 27.1 万吨共计去化 2.2 万吨至 2 月 6 日的 24.9 万吨，去化速度相对平缓；而 COMEX 库存则延续累库的走势，从 1 日的 9.3 万短吨累库 0.6 万短吨至 2 月 5 日的 9.97 万短吨。

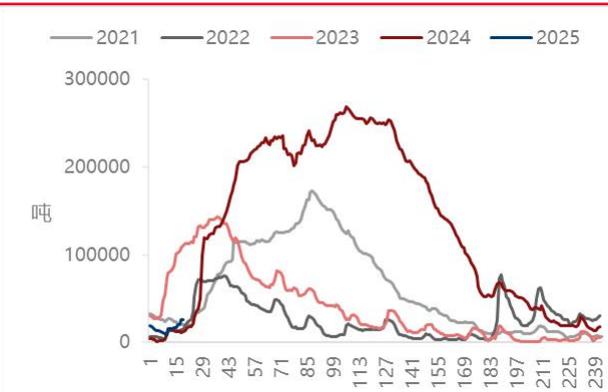
虽然下游及终端企业在 2 月中旬的元宵节后将逐渐复工复产，但通常只带来累库速度的放缓，去库去化或在进入 3 月后方逐渐开始。

图 34 铜社会库存



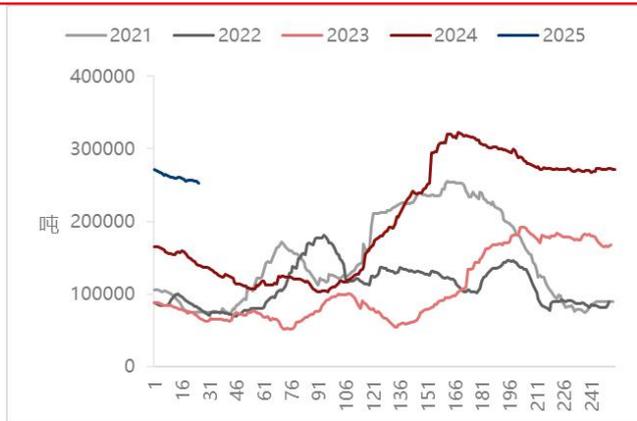
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 35 SHFE 仓单



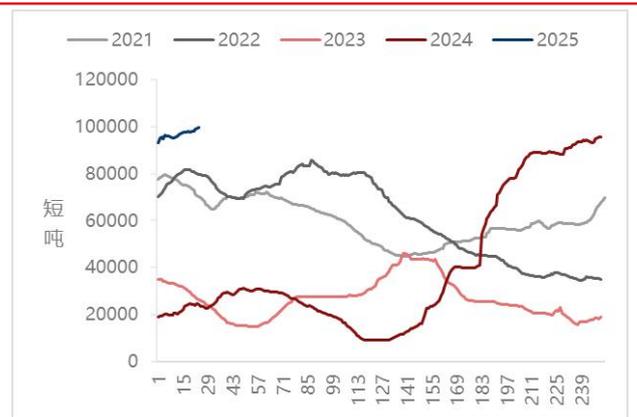
资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 36 LME 库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

图 37 COMEX 库存



资料来源：iFinD，东海期货研究所

## 6. 展望

宏观上，海外方面，关注美国的就业和通胀数据，以及特朗普政府可能推出的相关政策对市场带来的冲击；国内方面，重点留意 3 月“两会”召开可能形成的市场预期，以及国内对特朗普关税政策可能采取的反制措施。

基本上，供应端，由于炼厂产能增速高于铜精矿供应的增速，铜精矿供需矛盾已经逐渐凸显，导致加工费再度转为负数，并在较长时间内维持负数；与此同时，炼厂生产利润将受到较大挑战，其减产意愿或将明显增加，导致电解铜的供应存在一定的不确定性；电解铜进口保持稳定，但废铜进口或出现回落——供应端的扰动或在较长时间内成为铜价走势的主要驱动因素。需求端，由于下游加工企业、终端消费在 2 月均处于年内的淡季，对电解铜的需求亦无明显拉动；重点观察 2 月中下旬下游企业的复产开工以及需求边际恢复情况。库存方面，虽然下游及终端企业在 2 月中旬的元宵节后将逐渐复工复产，但通常只带来累库速度的放缓，去库去化或在进入 3 月后方逐渐开始。

铜价走势方面，供应端的扰动对铜价具有明显的支撑作用，铜价重心易涨难跌；叠加国内市场对 3 月“两会”存在一定的政策预期，在前期特朗普关税政策影响相对较小的情况下，市场预期处于偏多状态，铜价或以上行为主。

风险因素：国内政策预期修复，带动期价回落。

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)